

## Proč máme rádi zpětné odkupy akcií (někdy)

Odkupy vlastních akcií jsou běžným a často i nejlepším způsobem, jak alokovat kapitál společnosti. Tento postup se však přesto nezdá setkávat s kritikou. Firmám odkupujícím velké množství vlastních akcií je vytýkáno, že se snaží o finanční inženýrství, ze kterého mají užitek jen akcionáři, místo toho, aby investovaly do růstu a přispěly tak k prosperitě celé ekonomiky. S tímto názorem nesouhlasím a pokusím se vysvětlit proč.

Podle mého názoru není cílem managementu růst společnosti, ale růst její hodnoty **v přepočtu na jednu akcii**. Toto jsou dva zcela rozdílné cíle a historie navíc ukazuje jasně, že nejenže růst společnosti nemusí automaticky znamenat růst hodnoty společnosti, ale snaha o překotný růst, ať už organickou formou nebo pomocí akvizic, má často na hodnotu společnosti destruktivní účinky.

Management společnosti má šest základních způsobů, jak alokovat její kapitál. Kapitál může investovat uvnitř společnosti. Zde se mu nabízejí tři alternativy - kapitálové investice, provozní kapitál a fúze a akvizice. Pro uplatnění kapitálu mimo společnost se nabízejí také tři možnosti - dividendy, odkupy vlastních akcií a splátky dluhu.

Management by měl v každém okamžiku zvažovat všechny tyto možnosti a kapitál alokovat tam, kde obdrží nejvyšší výnos. (Speciální kategorií tvoří splátky dluhu. Z hlediska čistě finančního výnosu jsou splátky dluhu většinou málo výnosné, jejich podstatným cílem však je také snížení rizika.)

Ve většině případů má management společnosti tendenci investovat kapitál uvnitř společnosti. Snaha managementu o absolutní růst často převáží nad tvorbou akcionářské hodnoty. Jen málokterý management považuje průběžné vrácení kapitálu jeho vlastníkům za trvalou součást svého businessu.

Jak nelogická a neefektivní bývá alokace kapitálu ze strany firem, lze ukázat na příkladu dividend. Obecně mám dividendy rád, protože společnostem, které dividendy nevyplácejí, se postupně hromadí hotovost. To vytváří tlak na management, aby s ní nějak naložil. V mnoha případech to končí předraženými akvizicemi nebo špatnými megalomanskými investicemi. Pravidelná výplata dividendy tlak na management snižuje a nebezpečí katastrofy je o něco menší. Firmy však přistupují k formulaci dividendové politiky často příliš mechanicky. Většinou usilují o pravidelně rostoucí dividendu nebo si stanoví přibližný výplatní poměr, tedy jaká část zisku půjde na dividendy. Managementy těchto firem to staví do dobrého světla. Investoři a analytici mají rádi společnosti, kde je vývoj pravidelný a předvídatelný. Ze strany managementu jde ale o alibismus, protože se tím vyhýbá náročnějším úvahám na téma výše dividend. Správná dividendová politika by neměla být rigidní a předem svázána těsnými pravidly. Pokud má společnost atraktivní investiční příležitosti, potom by neměla vyplatit žádnou dividendu a naopak v případě, že žádné

atraktivní příležitosti nemá, měla by vyplatit obrovskou dividendu. Akcionáři by pro ni měli určitě lepší využití. Výše dividendy by sice nebyla předvídatelná, kolísala by nahoru dolů, ale z pohledu efektivní alokace kapitálu by to bylo lepší. Najít takovou společnost je mimořádně těžké.

Představte si, že vlastníte takovou společnost celou. Bylo by nesmyslné svazovat si ruce dividendovou politikou, která vám bude přikazovat pravidelně zvyšovat každoročně dividendu, případně vás bude nutit vyplácet pevné procento zisku. Určitě vám bude připadat lepší takový postup, že v letech, kdy nebude mít vaše společnost žádné dobré investiční příležitosti, vyplatíte téměř celý zisk na dividendě. Nechávat kapitál ležet ladem je mrhání zdroji. Naopak v letech, kdy bude mít vaše společnost k dispozici výborné investiční příležitosti, neželíte je jenom proto, že jste si dříve předsevzali vyplatit vyšší dividendu. Raději nevyplatíte dividendu žádnou a necháte společnost peníze investovat. Něco, co ve světě privátně vlastněných společností vypadá normální, je ve světě veřejně obchodovaných společností zcela ojedinělé.

Velmi blízko k dividendám mají odkupy vlastních akcií. Jde v zásadě o totéž. Společnost vrací přebytečný kapitál akcionářům, jen forma je jiná. Výhodou je to, že se při něm neplatí daň z dividendy a že dává akcionářům možnost volby, jak reagovat. Zatímco dividendy připadají všem stejně, ať se to komu líbí či ne, při zpětných odkupech akcií si mohou akcionáři vybrat, zda své akcie podrží nebo prodají. Ti, kteří chtějí akcie prodat za ceny, za které jsou odkupovány, mohou je prodat. Ti, kteří si akcie ponechají, mohou při poklesu množství akcií společnosti v oběhu očekávat nárůst jejich hodnoty.

Ze strany managementu by se mělo k rozhodnutí o odkupech akcií přistupovat stejně jako k jiným možnostem. Tedy na základě jeho výnosů. Cílem zpětných odkupů není tlačit cenu akcie vzhůru, i když právě o to se management často snaží. Cílem je použít kapitál tak, aby jeho výnos byl co možná nejvyšší. Pokud je výnos kapitálu z odkupu akcií atraktivní, potom je to dobrá cesta, pokud není atraktivní, pak je to opět mrhání zdroji. Rozhodujícím parametrem je samozřejmě cena akcií, za kterou se odkupují. Odkup vlastních akcií není nic jiného než investice do vlastní společnosti. Musí se tedy posuzovat její očekávaný výnos, který je funkcí hodnoty společnosti a ceny akcií. Výsledný očekávaný výnos se potom porovná s očekávanými výnosy z jiných variant použití kapitálu, a pokud by byl vyšší, pak by měly dostat odkupy akcií přednost. Management by tedy měl být agresivní s odkupy akcií, když jsou jejich ceny nízké, a naopak velmi zdrženlivý, když jsou ceny vysoké. V praxi to často bývá přesně naopak.

Zlaté pravidlo pro odkupy vlastních akcií by tedy mohlo vypadat následovně:

**„Společnost by měla odkupovat vlastní akcie, pokud je jejich cena výrazně pod úrovní jejich hodnoty a pokud společnost nemá atraktivnější investiční příležitosti.“**

Management každé společnosti má dvě základní úlohy. Řídit společnost a alokovat vydělaný kapitál. První úloha je zřejmá, ale ta druhá, ta je často přehlížena jak ze strany investorů, tak ze strany managementu. Managementy obecně bývají lepší v řízení firem než v alokaci kapitálu. Jde totiž o dvě úplně rozdílné funkce a každá vyžaduje jiné dovednosti. Velká část top manažerů firem

dosáhla vrcholných pozic díky tomu, že se vypracovala nahoru od nižších pozic, nebo díky tomu, že se specializuje na konkrétní obor. Tito lidé jsou tak spíše odborníky v odvětví, ve kterém firma podniká než na alokaci kapitálu. Velmi typickým obrázkem potom je management, který dobře řídí firmu, ale špatně alokuje vydělaný kapitál.

Pokud se ve Vltava Fund považujeme za dlouhodobé investory s investičním horizontem měřeným na roky, potom je zřejmé, že efektivita alokace kapitálu má klíčový vliv na vývoj hodnoty společnosti. Čím delší je investiční horizont, tím větší roli hraje efektivita alokace kapitálu. Management společnosti, který je ve funkci dlouhou dobu, činí často rozhodnutí o alokaci kapitálu, jehož souhrnná velikost přesahuje tržní kapitalizaci společnosti. To dává velký prostor jak pro tvorbu, tak pro destrukci hodnoty.

Když se podíváme na statistiky ohledně amerického trhu, zjistíme, že společnosti vracejí akcionářům více kapitálu prostřednictvím odkupů vlastních akcií než prostřednictvím dividend. Nebylo tomu tak vždy. Ještě na počátku 80. let byly odkupy vlastních akcií poměrně vzácné a byly asi desetinové ve srovnání s dividendami. Během 90. let však došlo ke zlomu. V závěru dekády odkupy poprvé převýšily dividendy a na konci pololetí 2018 byly skoro o polovinu větší než dividendy.

Celková suma dividend a odkupů činila v USA za posledních 12 měsíců 1 090 miliard dolarů. Z této částky připadlo 646 miliard na odkupy a 444 miliard na dividendy. Dividendový výnos indexu činil 1,81 %. Pokud však do něho zahrneme i odkupy akcií, celkový výnos naroste na 4,69 %. Tolik peněz teče

momentálně směrem od společností k jejich akcionářům. Mimochodem, tato suma je větší než tržní kapitalizace celého trhu před 40 lety.

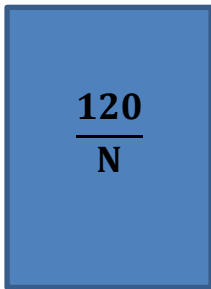
Odkupy vlastních akcií za určitých podmínek prospívají celé ekonomice. Pokud společnost nemá dostatek atraktivních investičních příležitostí a jako nejlepší použití kapitálu se jí jeví odkup vlastních akcií, tok peněz tímto nekončí. Peníze se dostanou do rukou akcionářů, kteří je mohou vrátit do ekonomiky tím, že je vynaloží na spotřebu, nebo tím, že je investují do atraktivnějších investičních příležitostí. Nakonec si peníze najdou cestu tam, kde budou užity efektivněji, než pokud by zůstaly v držení původního majitele. Odkupy akcií také poskytují mnohem větší flexibilitu než například dividendy a umožňují managementu rychleji reagovat na dynamický vývoj v podnikání a na trzích.

S odkupy akcií je potřeba počítat a při analýze společnosti hrají velkou roli. Přibližně tři čtvrtiny portfolia Vltava Fund jsou tvořeny akciemi společností, ve kterých odkupy akcií hrají a nadále budou hrát důležitou roli při tvorbě hodnoty. Ve všech případech jde o společnosti nacházející se ve stabilní části svého životního cyklu. Tato fáze je často považována investory za nudnou a málo atraktivní. Ve skutečnosti je však průvodním jevem těchto společností spíše menší potřeba růstových kapitálových investic a tím pádem i vysoké volné cash flow. Pokud je toto volné cash flow možné vracet akcionářům prostřednictvím odkupů akcií za atraktivní ceny, může být růst hodnoty společnosti v přepočtu na jednu akcii nejen překvapivě velký, ale rovněž může být doprovázen absencí vysokého rizika typického pro rychle rostoucí společnosti.

Vliv odkupu vlastních akcií na hodnotu společnosti lze vyjádřit tímto vzorcem:

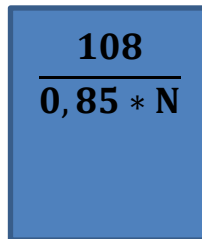
$$\% \text{ růst hodnoty jedné akcie} = \frac{(1 - (\% \text{ odkoupených akcií} * \frac{\text{Cena akcie}}{\text{Hodnota akcie}}))}{(1 - \% \text{ odkoupených akcií})}$$

Příklad na obrázku předpokládá, že management hypotetické společnosti postupně odkoupí 15 % akcií společnosti. Hodnota společnosti je 120 dolarů, ale akcie se podaří odkoupit za cenu 80 dolarů. Výsledkem nákupu akcií za cenu výrazně pod jejich hodnotou je nárůst hodnoty společnosti o téměř 6 %.



$$\frac{120}{N}$$

Hodnota 120 se dělí  
na 100 % akcií



$$\frac{108}{0,85 * N}$$

Hodnota 120 snižená o  
peníze na odkup  
 $0,15 \times 80 = 12$  se dělí již  
jen na 85 % akcií

$$\% \text{ růst hodnoty jedné akcie} = \frac{(1 - (15 \% * \frac{80}{120}))}{(1 - 15 \%)} = 5,88 \%$$

Vždycky tvrdíme, že jediný logický způsob investování je takový, kdy to, co platíme (cena), je menší než to, co dostáváme zpátky (hodnota). Z výše uvedeného vzorce vyplývá, že pro odkup vlastních akcií to platí úplně stejně. Investujte opatrně!

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište nám [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte nás na [www.facebook.com/vltavafund](https://www.facebook.com/vltavafund)

---

Disclaimer :

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

**Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.**

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Fond je zapsaný na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospodařované obhospodařovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

---

© Copyright 2018 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com) – Všechna práva vyhrazena.

**Tento dokument nelze použít v jakékoliv publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.**